

## Ciclo económico, crisis y recuperación de la empresa española

Nunca en los últimos años había vivido la economía española un ejercicio tan nefasto como 1993, tanto para el mundo empresarial como para las administraciones públicas. Los últimos datos del Instituto Nacional de Estadística y de la Central de Balances del Banco de España (1) muestran que en ese año las empresas españolas registraron algunos de los peores resultados desde que se elaboran estadísticas fiables. El pasado ejercicio registró una caída de la rentabilidad financiera de las empresas hasta valores negativos ( $-1,9\%$  como media) y un nuevo aumento del endeudamiento, mientras las insolvencias alcanzaban récords históricos con más de 2.000 empresas en quiebra o suspensión de pagos.

Afortunadamente, los avances en los datos económicos para 1994 muestran claros signos de recuperación, que probablemente se confirmarán cuando se conozcan los resultados definitivos del ejercicio completo. Se ha producido un cambio de tendencia, que confirma la salida del ciclo recesivo de los últimos años y el inicio de una nueva fase de recuperación. España llega al final de una larga recesión que ha afectado muy negativamente a los resultados empresariales y al empleo. Mientras los primeros, de acuerdo con los últimos datos, se están recuperando rápidamente, las perspectivas para el empleo no son, por lo menos a corto plazo, tan optimistas.

### 1. Ciclo económico e insolvencia empresarial

El proceso de desaceleración de la actividad económica, que se inició a finales de la década de los ochenta, ha traído consecuencias cada vez más graves para las empresas. Así, las estadísticas que miden los procesos de suspensiones de pagos y quiebras alcanzaron récords históricos durante 1993, tanto en número de casos como de volumen de pasivos. ¿Cuáles son las causas de un incremento tan significativo en el número de empresas en graves dificultades económicas y financieras? ¿Se corresponde el número de suspensiones de pagos y quiebras con la evolución cíclica de la economía? ¿Es suficiente esta relación o existen factores explicativos adicionales?

Para intentar dar una respuesta a algunos de estos interrogantes, es conveniente revisar algunos de los conceptos básicos en los que se desarrolla la actividad empresarial en una economía de mercado. *La teoría económica tradicional postula que una de las características esenciales de los mercados de competencia perfecta es que los bienes y servicios se producen y venden a un precio que*

**CUADRO 1**  
**SUSPENSIONES DE PAGOS, QUIEBRAS Y DISOLUCIONES DE EMPRESAS**  
 (Número de empresas y porcentajes sobre el total registrado)

Año	Insolvencias			Porcentaje (sobre el total de sociedades)		
	Número suspensión (núm. S)	Número quiebras (núm. Q)	Total empresas (núm. T)	Suspensión (% S)	Quiebras (% Q)	Disuelt. (% D)
1955	85	58	143	0,034	0,023	0,243
1956	74	38	112	0,029	0,015	0,153
1957	85	46	131	0,033	0,018	0,127
1958	76	45	121	0,030	0,017	0,155
1959	186	46	232	0,072	0,018	0,126
1960	92	37	129	0,035	0,014	0,153
1961	91	47	138	0,035	0,018	0,161
1962	112	50	162	0,042	0,019	0,165
1963	165	41	206	0,061	0,015	0,166
1964	157	43	200	0,058	0,016	0,151
1965	123	39	162	0,044	0,014	0,146
1966	145	37	182	0,051	0,013	0,189
1967	207	53	260	0,072	0,018	0,197
1968	169	51	220	0,058	0,017	0,177
1969	172	55	227	0,058	0,018	0,184
1970	325	48	373	0,107	0,016	0,163
1971	218	47	265	0,071	0,015	0,180
1972	142	56	198	0,045	0,018	0,182
1973	120	53	173	0,037	0,016	0,184
1974	308	56	364	0,092	0,017	0,190
1975	324	72	396	0,093	0,021	0,188
1976	386	100	486	0,108	0,028	0,193
1977	531	87	618	0,144	0,024	0,134
1978	598	117	715	0,158	0,031	0,141
1979	711	126	837	0,184	0,033	0,135
1980	815	133	948	0,204	0,033	0,243
1981	820	143	963	0,198	0,035	0,176
1982	893	152	1.045	0,207	0,035	0,190
1983	841	159	1.000	0,185	0,035	0,198
1984	814	165	979	0,169	0,034	0,235
1985	459	136	595	0,089	0,026	0,223
1986	231	97	328	0,042	0,018	0,179
1987	192	96	288	0,033	0,016	0,154
1988	154	84	238	0,023	0,013	0,304
1989	168	97	265	0,023	0,013	0,286
1990	351	132	483	0,045	0,017	0,224
1991	798	352	1.150	0,094	0,042	0,385
1992	1.135	507	1.642	0,125	0,056	0,786
1993	1.446	618	2.064	0,147	0,063	0,759
1994 *	574	397	971	—	—	—

\* Datos provisionales hasta septiembre (9 meses).

Fuente: Registro Mercantil Central, Instituto Nacional de Estadística y elaboración propia.

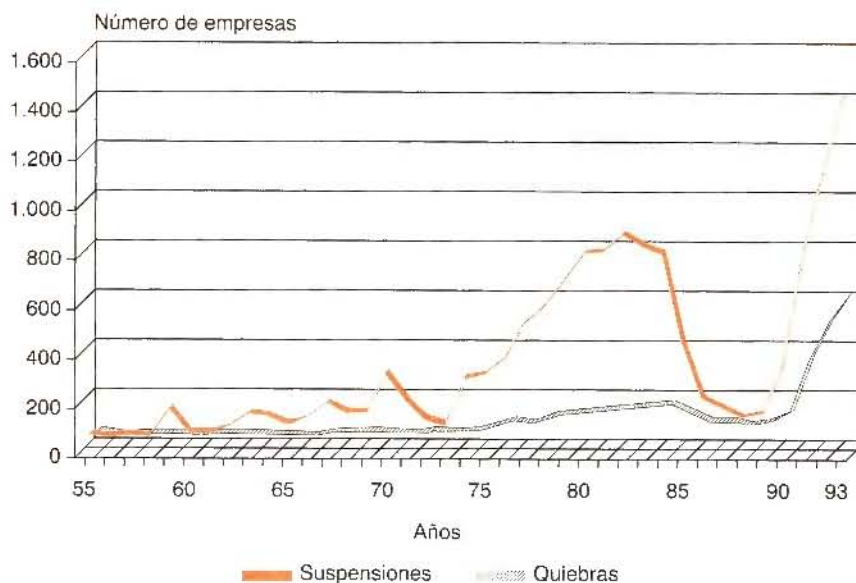
iguala el coste medio mínimo de producción a largo plazo. En este caso las empresas ineficientes no pueden producir a estos costes y soportan pérdidas que, de no compensarse de una u otra forma, conducen previsiblemente a la insolvencia empresarial. La suspensión de pagos y la quiebra serían, por tanto, mecanismos legales por los que las empresas ineficientes se reorganizarían o desapare-

cerían del mercado. La economía de mercado supone, por tanto, una relación directa entre el crecimiento económico (o la ausencia de éste) y las crisis empresariales.

La actividad de las empresas se desarrolla en entornos cada vez más competitivos, lo que, unido a situaciones cíclicas de crisis o recesión económica, daría lugar periódicamente a dificultades fi-



GRAFICO 1  
TOTAL SUSPENSIONES DE PAGOS Y QUIEBRAS



Fuente: INE

nancieras para muchas empresas y derivar finalmente en la insolvencia de algunas de ellas. Aunque las consecuencias de esta insolvencia preocupan tanto a los agentes sociales implicados (empresarios, trabajadores, acreedores, etc.) como a las autoridades económicas, sin embargo, las causas que las generan y que han sido exhaustivamente estudiadas en los últimos treinta años, no deberían contemplarse, por lo menos en teoría, como un hecho económico excepcional (2).

Si en un sistema de libre mercado las empresas subsisten cuando son eficientes, y cuando no lo son, desaparecen, cabría preguntarse por las razones que justificarían la preocupación social por el nivel de insolvencias y por la propia equidad del sistema, dado que se trataría de un proceso semejante a la selección natural.

Es evidente que los supuestos de competencia perfecta no se cumplen en los mercados existentes y, por tanto, se producen costes sociales derivados de la insolvencia aunque sea temporal, de las empresas (p. ej., la pérdida de empleo). Estos costes deberían ser soportados, principalmente, por los empresarios y demás agentes económicos implicados en los mercados de factores, bienes y servicios. Sin embargo, la imperfección de los mercados supone también una desigual distribución de estos costes de insolvencia. Dado que los mismos

recaen, en última instancia, en la sociedad a través de distintos sistemas redistributivos del riesgo, existen importantes incentivos para que los empresarios incrementen el riesgo financiero y, por tanto, la probabilidad de insolvencia de las empresas. Este problema se agudiza, por razones obvias, en épocas de recesión económica.

Las quiebras y suspensiones de pagos deben ser consideradas, por tanto, como procedimientos excepcionales que aunque habitualmente afectan sólo a un número muy reducido de empresas, se encuentran, como veremos, fuertemente ligados a la actividad económica global.

En las últimas décadas las situaciones de insolvencia empresarial han crecido enormemente en casi todos los países de mundo llegando, en algunos casos, a niveles desconocidos con anterioridad (3). En España, durante un largo período (1955-1973), el número de suspensiones de pagos y quiebras se mantuvo en niveles relativamente reducidos. A partir de este momento el número de suspensiones, y en menor medida el de quiebras, se incrementa notablemente hasta alcanzar los 893 casos de suspensión y las 165 quiebras a principios de los años ochenta. Entre 1983 y 1988, sin embargo, las suspensiones se reducen hasta 154 (78 quiebras), volviendo a aumentar desde entonces hasta 1993. En dicho año las insolvencias empre-

**CUADRO 2**  
**SUSPENSIONES DE PAGOS Y QUIEBRAS**  
 (Volumen total y medio del pasivo en millones de pesetas)

Año	Pasivo suspensión	Pasivo quiebras	Pasivo total	Pasivo medio suspensión	Pasivo medio quiebras	Pasivo medio total
1955	179	45	224	2,11	0,78	1,57
1956	245	64	309	3,31	1,68	2,76
1957	335	75	410	3,94	1,63	3,13
1958	254	12	266	3,34	0,27	2,20
1959	1.131	176	1.307	6,08	3,83	5,63
1960	427	115	542	4,64	3,11	4,20
1961	741	113	854	8,14	2,40	6,19
1962	796	131	927	7,11	2,62	5,72
1963	1.898	107	2.005	11,50	2,61	9,73
1964	1.750	252	2.002	11,15	5,86	10,01
1965	1.550	517	2.067	12,60	13,26	12,76
1966	5.667	203	5.870	39,08	5,49	32,25
1967	4.565	470	5.035	22,05	8,87	19,37
1968	3.249	635	3.884	19,22	12,45	17,65
1969	3.373	188	3.561	19,61	3,42	15,69
1970	9.922	399	10.321	30,53	8,31	27,67
1971	7.617	529	8.146	34,94	11,26	30,74
1972	3.671	924	4.595	25,85	16,50	23,21
1973	3.767	268	4.035	31,39	5,06	23,32
1974	25.454	2.230	27.684	82,64	39,82	76,05
1975	24.638	2.375	27.013	76,04	32,99	68,21
1976	32.073	2.501	34.574	83,09	25,01	71,14
1977	51.034	2.436	53.470	96,11	28,00	86,52
1978	94.779	4.248	99.027	158,49	36,31	138,50
1979	98.789	6.533	105.322	138,94	51,85	125,83
1980	104.744	22.818	127.562	128,52	171,56	134,56
1981	129.147	8.231	137.378	157,50	57,56	142,66
1982	189.183	11.056	200.239	211,85	72,74	191,62
1983	170.497	18.913	189.410	202,73	118,95	189,41
1984	131.963	20.278	152.241	162,12	122,90	155,51
1985	101.334	13.228	114.562	220,77	97,26	192,54
1986	54.710	8.851	63.561	236,84	91,25	193,78
1987	46.128	6.872	53.000	240,25	71,58	184,03
1988	38.148	21.537	59.685	247,71	256,39	250,78
1989	36.455	3.676	40.131	216,99	37,90	151,44
1990	100.846	23.352	124.198	287,31	176,91	257,14
1991	394.684	47.929	442.613	494,59	136,16	384,88
1992	1.014.654	83.236	1.097.890	893,97	164,17	668,63
1993	815.614	100.989	916.603	564,05	163,41	444,09
1994 *	285.040	52.110	337.150	496,59	131,26	347,22

\* Datos provisionales hasta septiembre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia.

sariales alcanzan las 2.064 empresas (2,1 % del total de las empresas registradas), de las cuales 1.446 fueron suspensiones de pagos y 618 casos de quiebras. El año 1992 cerró con 1.135 casos de insolvencia (1,2 % de las empresas registradas), mientras que en 1991 se habían presentado 798 casos. En 1994, los datos provisionales hasta septiembre nos indican que la insolvencia se ha reducido a valores semejantes a los 1991, o con una ligera reducción, en cuanto a número de empresas (4).

En cuanto al volumen del pasivo afectado, el crecimiento ha sido todavía más dramático, pasando desde algo más de 200.000 millones de pesetas en 1982, de los que 11.000 correspondían a quiebras, hasta más de un billón en 1992 (con un volumen de pasivos quebrados que también tocó techo con 83.236 millones). Los anteriores datos constituyen un triste récord histórico, dado que nunca las empresas en suspensión de pagos habían superado el millar, ni sus pasivos el billón de pesetas. Aunque una parte importante de esta ci-



**CUADRO 3**  
**SUSENSIONES DE PAGOS**  
**CAUSAS INDICADAS POR LAS EMPRESAS**

Año	Falta liquidez		Escasa demanda		Baja productividad		Otras causas	
	Número	%	Número	%	Número	%	Número	%
1982	598	66,97	159	17,81	28	3,14	108	12,09
1983	573	68,13	125	14,86	25	2,97	118	14,03
1984	589	72,36	100	12,29	23	2,83	102	12,53
1985	314	68,41	72	15,69	15	3,27	58	12,64
1986	154	66,67	36	15,58	2	0,87	39	16,88
1987	121	64,02	32	16,93	4	2,12	32	16,93
1988	101	65,58	21	13,64	4	2,60	28	18,18
1989	109	65,27	20	11,98	3	1,80	35	20,96
1990	233	66,38	57	16,24	5	1,42	56	15,95
1991	475	59,08	150	18,66	17	2,11	162	20,15
1992	661	58,24	226	19,91	22	1,94	226	19,91
1993	784	54,22	350	24,20	23	1,59	289	19,99

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia.

fra sea consecuencia de la crisis de KIO en 1992, ya que la suspensión de pagos del grupo Torras y varias de sus filiales generaron un pasivo cercano al medio billón de pesetas, la cifra no deja de ser preocupante.

En 1993, las cifras de pasivo en las suspensiones y quiebras han continuado aumentando, alcanzando los 815.000 y 100.000 millones de pesetas, respectivamente, mientras que en 1994 los datos disponibles indican una reducción del pasivo medio de las suspensiones y quiebras a los niveles de 1991, con lo que es de esperar una disminución en las cifras totales.

Si bien la recesión económica y la inestabilidad en los ingresos de las empresas han sido las principales causas de las dificultades empresariales, el incremento del endeudamiento empresarial, junto al aumento de los tipos de interés, han contribuido puntualmente a que se alcanzaran estos niveles de insolvencias.

Así, en el período 1982-93 la falta de liquidez, es decir, la imposibilidad de efectuar el pago de las deudas a su vencimiento, disminuye su importancia relativa como causa alegada en la suspensión al pasar del 67 % (1982) al 54 % (1993) con un valor máximo en 1984 del 72,3 %. Esta causa encuentra su origen en el mayor endeudamiento —ante la necesidad de cancelar intereses y principal— y los elevados costes de la deuda.

La escasa demanda del mercado se refleja en la disminución del volumen de ventas, afectando a su margen, a la rotación de activos y en consecuencia a la rentabilidad económica. Esta causa comienza a incrementarse, proporcionalmente, a par-

tir de 1988, año en que comienza la recesión en el mercado, y en el que un 13,6 % de las empresas la alegaron, hasta alcanzar un 24 % el pasado año. La baja productividad —que también afecta a la rentabilidad económica— es poco mencionada como causa de las suspensiones de pagos (2 empresas en 1986 y 23 en 1993).

Al observar globalmente algunas etapas de la evolución de los resultados empresariales, que se corresponden, asimismo, con distintas fases coyunturales de la economía española, puede encontrarse una importante correlación entre número de suspensiones y quiebras y la situación económica general (medida a través del crecimiento del PIB).

— 1955-1967: Un nivel elevado de actividad económica, con un crecimiento importante del PIB mantiene el número de insolvencias en valores muy reducidos (entre 28 y 58 empresas anuales), con volúmenes de pasivo también escasos.

— 1967-1973: Marcado incremento del número de suspensiones de pagos y quiebras entre estos años dada la aplicación de una política económica restrictiva, acompañada por una devaluación de la peseta.

— 1973-1982: La estabilidad conseguida a partir de 1970 vuelve a perderse a partir de 1973. En este año comienzan a sentirse los efectos de lo que fuera conocida como la primera crisis energética mundial, que junto a la del año 1979 marcaron la década.

— 1982-1988: Años de recuperación económica para el país. A partir de 1984 las empresas inician un proceso de endeudamiento externo con

**CUADRO 4**  
**SUSPENSIONES DE PAGOS. CLASE DE EMPRESA**

Año	Sociedad anónima		Sociedad limitada		Empresa individual		Otras empresas	
	Número	%	Número	%	Número	%	Número	%
1982	533	59,69	95	10,64	244	27,32	21	2,35
1983	499	59,33	87	10,34	231	27,47	24	2,85
1984	473	58,11	74	9,09	228	28,01	39	4,79
1985	266	57,95	56	12,20	119	25,93	18	3,92
1986	158	68,40	22	9,52	47	20,35	4	1,73
1987	130	68,78	17	8,99	35	18,52	7	3,70
1988	93	60,39	25	16,23	28	18,18	8	5,19
1989	121	72,46	19	11,38	22	13,17	5	2,99
1990	242	68,95	49	13,96	46	13,11	14	3,99
1991	564	70,15	119	14,80	89	11,07	32	3,98
1992	713	62,82	236	20,79	139	12,25	47	4,14
1993	886	61,27	388	26,83	127	8,78	45	3,11

**QUIEBRAS. CLASE DE EMPRESA**

Año	Sociedad anónima		Sociedad limitada		Empresa individual		Otras empresas	
	Número	%	Número	%	Número	%	Número	%
1982	93	61,18	15	9,87	40	26,32	4	2,63
1983	90	56,60	20	12,58	47	29,56	2	1,26
1984	100	60,61	18	10,91	42	25,45	5	3,03
1985	78	57,35	9	6,62	39	28,68	10	7,35
1986	67	69,07	9	9,28	20	20,62	1	1,03
1987	71	71,72	9	9,09	17	17,17	2	2,02
1988	42	53,85	14	17,95	13	16,67	9	11,54
1989	62	63,92	17	17,53	14	14,43	4	4,12
1990	99	75,00	17	12,88	14	10,61	2	1,52
1991	264	75,86	47	13,51	28	8,05	9	2,59
1992	388	76,53	72	14,20	37	7,30	10	1,97
1993	418	67,64	144	23,30	37	5,99	19	3,07

Fuente: Instituto Nacional de Estadística (INE) y elaboración propia.

el fin de modernizar sus estructuras productivas para poder competir, endeudamiento que pudo haberse reducido o evitado si se hubiese dado ahorro interno suficiente, que no se consigue dada la disminución de resultados.

— Desde 1989 hasta 1993:

- El descenso de la demanda, junto al exceso de la capacidad existente en algunos sectores, incluso a nivel mundial, tiene como consecuencia una importante presión a la baja de los precios. Los efectos más importantes desde el punto de vista social son la caída del empleo y la desaparición de parte del tejido productivo.

- Las empresas están más endeudadas y no pueden responder a sus pasivos por haber cambiado las condiciones del mercado haciendo disminuir el nivel y rentabilidad de las ventas.

- La presencia de otros factores (políticos, sociales, etc.) ha hecho aumentar sus costes opera-

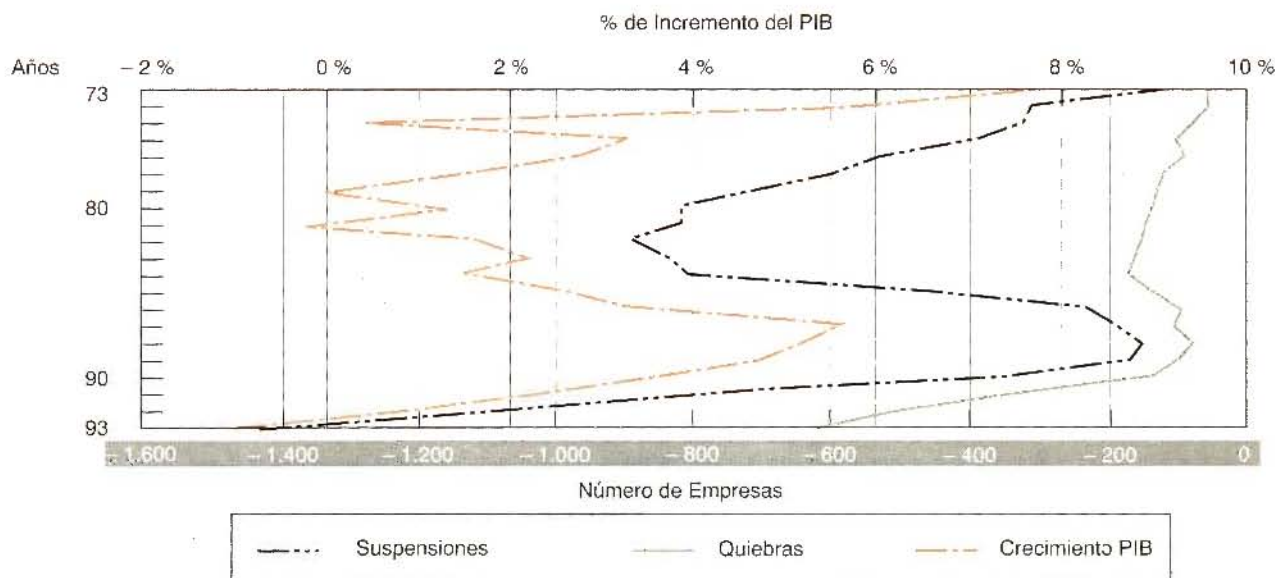
tivos (salarios, materias primas, etc.), sin alcanzar incrementos equivalentes en la productividad de sus procesos.

- Con un nivel de endeudamiento similar, pero con un coste del dinero que ha elevado sustancialmente el capítulo de «cargas financieras», se hace difícil el cumplimiento de las obligaciones financieras por parte de las empresas.

El estudio retrospectivo de las insolvencias empresariales parece confirmar, por tanto, que existe una cierta periodicidad en las suspensiones de pagos y quiebras, y que la misma se encuentra vinculada con el nivel de actividad económica. Esta periodicidad sugiere que la insolvencia empresarial sería algo consustancial con la economía de mercado por cuanto ésta tiende a autorregularse, en épocas de crisis, reasignando los factores de producción a actividades económica y socialmente más eficientes.



**GRAFICO 2**  
**CRECIMIENTO DEL PIB E INSOLVENCIAS**  
 Porcentaje anual y número de empresas  
 (Escala invertida)



Fuente: INE.

## 2. Rentabilidad empresarial

Tradicionalmente, los ratios de rentabilidad se han venido empleando con la finalidad de analizar la capacidad de generación de recursos, por parte de la empresa, comparando una medida de éstos (resultado contable, *cash flow*, etc.) con una medida de dimensión o tamaño (cifra de negocio, activo total, recursos propios, etc.). Entre los más utilizados se encuentran la rentabilidad económica (Re), financiera (Rf), el nivel (RA/RP) y coste (ki) del endeudamiento y, derivado de estos últimos, el apalancamiento financiero (5).

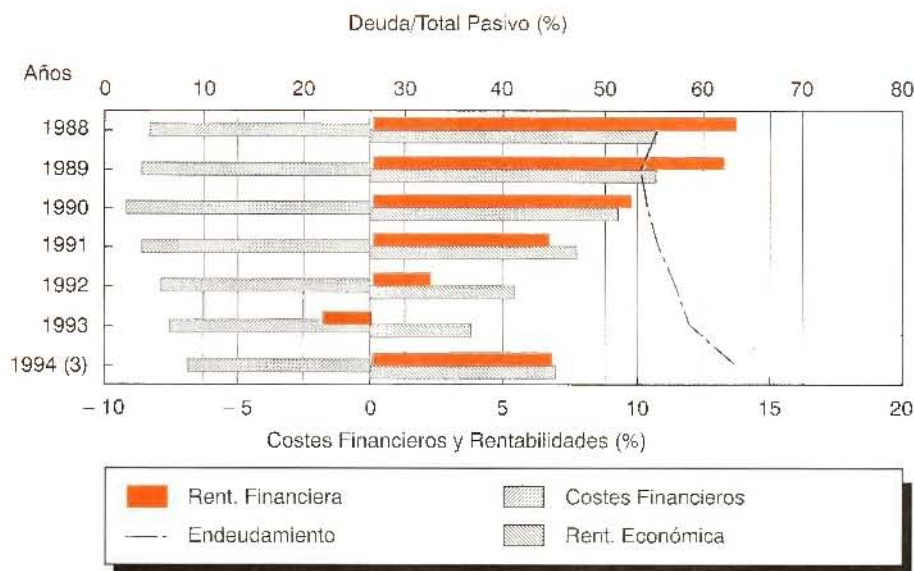
Un análisis de estos ratios sobre un colectivo de empresas de la Central de Balances del Banco de España (6) muestra precisamente que se da un apalancamiento negativo o reductor durante una gran parte del período 1988-1993, que junto a la disminución del rendimiento económico y el aumento del endeudamiento supone una caída de la rentabilidad de los recursos propios hasta valores negativos (-1,9 %). La información disponible en la Central de Balances para los tres primeros trimestres de 1994, aunque referida a un número reducido de empresas y a muy pocas rúbricas, muestra, sin embargo, que el valor añadido bruto

al coste de los factores creció a tasas más elevadas que el período precedente, lo que no sucedía desde 1988. La recuperación de la actividad ha estado acompañada de incrementos importantes en la rentabilidad económica y financiera y una reducción de los costes financieros, lo que ha posibilitado un crecimiento de la rentabilidad financiera hasta el 6,7 %.

Tal y como se ha indicado, un nivel elevado de endeudamiento, el coste financiero explícito de dicha deuda y la caída en el margen y volumen de ventas muestran sus efectos agregados en la caída de la rentabilidad financiera y económica, cuando ésta se encuentra por debajo del coste de los recursos de terceros. El deterioro sostenido de la situación económica y un apalancamiento reductor creciente han llevado a muchas empresas a las situaciones de insolvencia, que se reflejan en un aumento de los procedimientos concursales de los últimos años. El agravamiento de esta situación se refleja, asimismo, en otros indicadores directos, como el mencionado incremento del nivel de suspensiones de pago y quiebras (7) que se ha multiplicado en los últimos años, como en indicadores indirectos de la actividad económica —nivel de empleo o protesto de efectos, entre otros (8).

**GRAFICO 3**  
**TOTAL DE EMPRESAS**

Rentabilidad y apalancamiento financiero  
(Datos trimestrales)



Fuente: Central de Balances. Tercer trimestre de 1994.

### Empresas públicas

Podemos diferenciar dos períodos. En el primero, entre 1984 y 1988, se presentan paralelamente una reducción del endeudamiento —que pasa de 58,7 al 46,9 %— con unos costes financieros decrecientes —del 13,5 al 10,6 %— y una rentabilidad financiera que invierte su signo negativo (−3,1 %) a positivo (+11,1 %). A partir de 1989 crece de nuevo el endeudamiento —por encima del 51 % en 1993— con una rentabilidad económica superior a la financiera, siendo ambas positivas y decrecientes, excepto en 1993 donde la rentabilidad financiera vuelve a ser negativa (−3,7 %).

### Empresas privadas

La evolución de las empresas privadas ha sido similar al de las empresas públicas, aunque con algunas matizaciones. El rendimiento económico crece hasta 1989 (14,2 %), paralelamente a una reducción de los niveles de endeudamiento (43,9 %), lo que supone una rentabilidad financiera del 15,1 % en 1989. A partir de esta fecha el efecto combinado de la crisis económica (menores márgenes) y un aumento del endeudamiento hace caer

el rendimiento financiero de las empresas hasta valores negativos (−0,4 % en 1993). Los años 1992 y 1993 muestran un claro retraimiento de la demanda que, como hemos visto, comenzó a manifestarse a finales de la década. El escaso o nulo crecimiento de las ventas, reducción de los márgenes debido a la competencia y un aumento en los gastos implican necesariamente una caída importante en los resultados netos de las empresas. La reducción en el margen económico junto con el impacto negativo de los gastos financieros crecientes, como consecuencia del mayor endeudamiento, tiene un efecto multiplicador sobre la rentabilidad de los recursos propios y supone la causa más inmediata del fracaso empresarial.

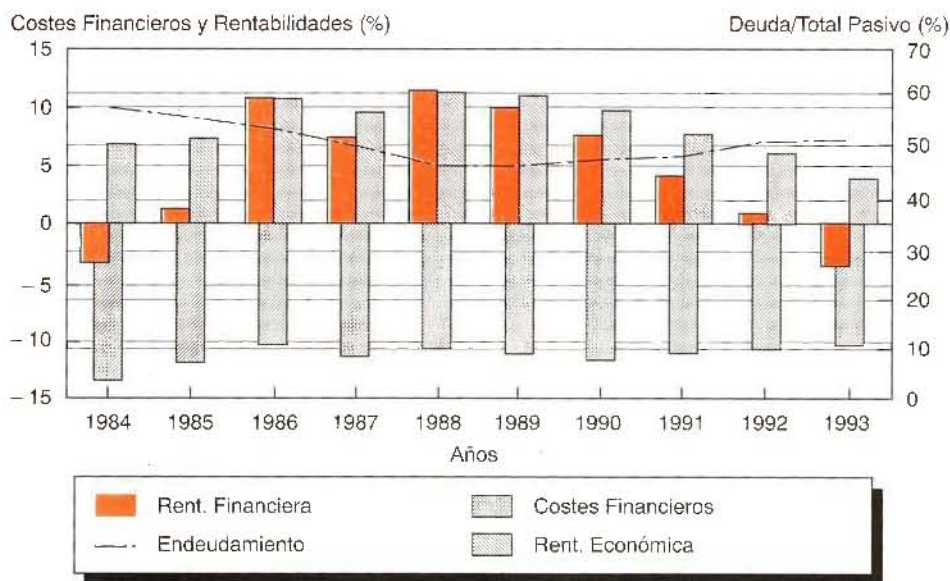
### Análisis sectorial

De los resultados de las empresas por sectores resulta el siguiente desglose:

a) *Industria manufacturera*: Los años 1984-85 son los más desalentadores para este sector, pues presenta los mayores niveles de endeudamiento a un coste financiero que es casi el doble de su rentabilidad económica, apalancamiento reductor que torna negativa la rentabilidad financiera en 1984.



GRAFICO 4  
EMPRESAS PUBLICAS  
Rentabilidad y apalancamiento financiero



Fuente: Banco de España. Central de Balances 1993.

Los años 1988 y 1989 son los más prósperos, por cuanto ha disminuido sensiblemente el nivel de endeudamiento. Sin embargo, a partir de ese año se deterioran los resultados económicos y el rendimiento financiero de forma paralela, hasta llegar en 1993 a una rentabilidad financiera muy negativa superior al 15 % y un endeudamiento superior al 50 %.

b) *Construcción e ingeniería civil*: El nivel de endeudamiento de las empresas se ha reducido de forma notable desde casi el 60 % en 1984 a poco más del 40 % en 1991. Esto ha contribuido a mejorar la rentabilidad financiera a niveles del 16 al 18 % entre 1988 y 1991, para reducirse hasta el 8 % en 1993.

c) *Comercio*: Sus resultados económicos han sido, como media, los más elevados e irregulares entre los sectores analizados. En este caso se da además, a partir de 1988, un incremento simultáneo del nivel de endeudamiento (reducido para la media) y un importante deterioro del rendimiento financiero.

d) *Transporte y comunicaciones*: Altos y crecientes niveles de endeudamiento a un coste semejante al de los otros sectores desde 1989. La rentabilidad económica se ha mantenido estable y del orden del 10 al 11 %, mientras que la rentabili-

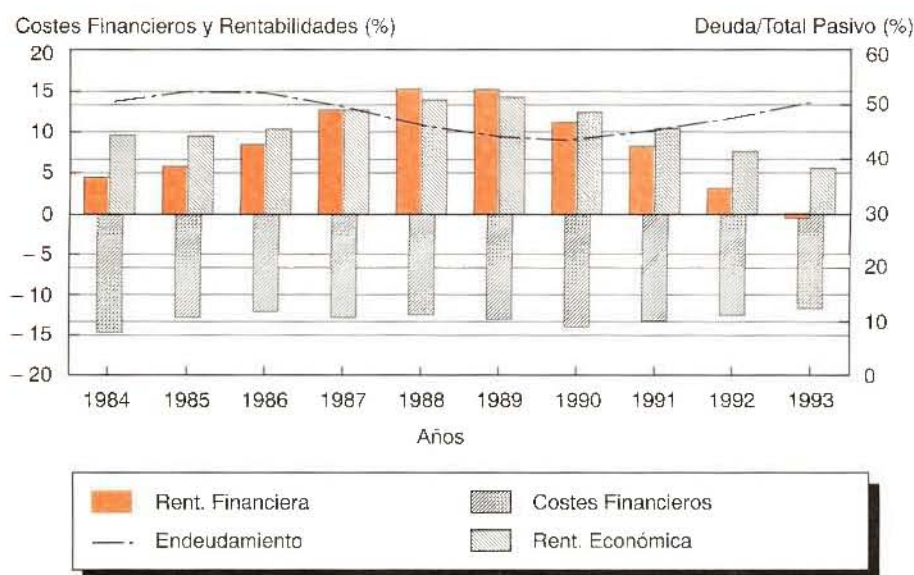
dad financiera se deterioró a partir de 1988 llegando, en 1993, a niveles casi nulos.

### Tamaño empresarial

Al clasificar las empresas por su tamaño se observa que las de menor tamaño han soportado a finales de los ochenta y principios de los noventa elevados costes de endeudamiento (un 17,5 % en promedio en 1991, lo que las ha llevado a reducir su nivel de deuda (37 % en el mismo año) frente a las empresas de mayor tamaño. Así el coste de la deuda para las medianas empresas fue del 14,5 % en 1990, con un nivel de endeudamiento del 35,4 %. Para las grandes empresas este coste fue del 11,8 %, con un endeudamiento del 49 % en 1990 y creciente a partir de entonces (52,7 % en 1993).

Para las Pymes, las rentabilidades financiera y económica han sido positivas y crecientes hasta 1989, siendo para este año más elevadas las de las pequeñas empresas (18,4 % y 19,4 %) frente al 14,3 % y 14,8 % de la mediana empresa. A partir de ese año, ambas rentabilidades se han ido reduciendo paulatinamente. Las grandes empresas han presentado las mismas tendencias con una rentabilidad financiera negativa en 1993 (-3 %). El

**GRAFICO 5**  
**EMPRESAS PRIVADAS**  
 Rentabilidad y apalancamiento financiero



Fuente: Banco de España. Central de Balances 1993.

apalancamiento financiero ha sido negativo para todas las empresas, con independencia del tamaño desde 1990.

### 3. Conclusiones

El proceso de desaceleración de la actividad económica, que se inició a finales de la década de los ochenta, ha traído consecuencias cada vez más graves para las empresas. Así, las estadísticas que miden los procesos de suspensiones de pagos y quiebras han alcanzado récords históricos en 1993, tanto en número de casos como de volumen de pasivos. En 1994, sin embargo, y de acuerdo con los datos de la Central de Balances del Banco de España, la situación económica parece haber entrado en un período claro de recuperación.

El volumen de la deuda y el coste de la misma constituyen claramente la fuente principal del riesgo financiero en la empresa española. La dependencia excesiva del crédito externo (a corto plazo) se manifiesta, fundamentalmente, a través de un aumento de la volatilidad de los resultados, consecuencia de un apalancamiento financiero excesivo, lo que supone un incremento de la probabilidad de insolvencia, particularmente en épocas de

crisis económica donde se reducen sustancialmente los márgenes de rentabilidad.

El deterioro de la situación económica, medido a través de las variaciones del PIB, tiene un reflejo inmediato en el margen de beneficios de las empresas que se traduce por el efecto apalancamiento, en una caída aún mayor de la rentabilidad financiera. Con un coste del capital elevado y niveles de endeudamiento relativamente altos, este deterioro en la rentabilidad se incrementa, al elevar las empresas el riesgo financiero —endeudándose y realizando inversiones más arriesgadas— para compensarlo.

De este modo la reducción de la rentabilidad económica de las empresas, como consecuencia de las condiciones del mercado, trae como consecuencia un incremento en la probabilidad de insolvencia, con su consiguiente reflejo en el número y volumen de pasivo de las empresas en dificultades. Estas se materializan, en un número excesivamente elevado de casos, en su insolvencia formal —quiebra o suspensión de pagos— como consecuencia de la existencia de mecanismos de cobertura del riesgo que actúan como incentivos legales a la insolvencia.

El excesivo endeudamiento, junto a la responsabilidad limitada y los medios de protección de los



acreedores (derecho concursal), actúan, por tanto, como factores determinantes del fracaso empresarial en épocas de recesión. Aunque a tenor de los últimos datos empresariales, éste no debería ser el caso en 1994, la experiencia de los últimos años debería llevarnos hacia una reflexión sobre el papel que cumple en nuestro país el derecho concursal, y si el mismo sirve efectivamente no solamente a la justicia, sino también a la eficiencia del sistema económico en su conjunto. □

## NOTAS

- (1) En el momento de elaboración de este trabajo se conocen los resultados provisionales, correspondientes al tercer trimestre de 1994, tanto de las empresas no financieras de la Central de Balances del Banco de España, como las estadísticas de sociedades mercantiles, quiebras y suspensiones de pagos del Instituto Nacional de Estadística. En ambos casos y aunque el número de empresas incluido es mucho más reducido que en la publicación anual, se pretende integrar el análisis de los resultados de los últimos años con el actual, dada la congruencia de métodos y conceptos en la elaboración de la muestra. Agradezco sinceramente la amable colaboración prestada por don Manuel Ortega, de la Central de Balances del Banco de España, al facilitar al autor los últimos datos disponibles sobre la evolución de las empresas españolas.
- (2) Al respecto, Adam Smith afirma en un conocido pasaje de *La Riqueza de las Naciones* (1776; pág. 148) que «... a pesar de todas las quejas sobre la frecuencia de las quiebras, el número de empresarios afectados no es, probablemente, superior al «1 ‰»».
- (3) Varios autores han señalado que, en la década de los noventa, el número de casos de insolvencia empresarial presentados en los EE UU no se había dado desde la gran depresión de 1930.
- (4) Conviene resaltar que cuando se contrastan los resultados definitivos del INE con los provisionales, se produce habitualmente un importante incremento en el número de quiebras y suspensiones de pago.
- (5)

$$Re = \frac{BAIT}{AT}$$

BAIT: Beneficios antes de intereses e impuestos.  
AT: Activo total.

La rentabilidad económica puede medirse por el producto del **margen económico** o **rendimiento económico** —esto es, la proporción del volumen de ventas que representa el beneficio neto— y la **rotación del activo** —relación entre el volumen de ventas y el activo total.

$$Re = \frac{BAIT}{V} \cdot \frac{V}{AT}$$

V: Ventas

$$Rf = \frac{BN}{RP}$$

BN: Beneficios netos después de intereses e impuestos.  
RP: Recursos propios  
BN:  $(BAIT - ki RA) (1 - t)$   
BN:  $(Re AT - ki RA) (1 - t)$   
AT:  $RP + RA$   
BN:  $[Re (RP + RA) - ki RA] (1 - t)$   
Rf:  $BN/RP$

$$\frac{BN}{RP} = \left[ Re \frac{RP}{RP} + Re \frac{RA}{RP} - ki \frac{RA}{RP} \right] (1 - t)$$

$$Rf = \left[ Re + \frac{RA}{RP} (Re - ki) \right] (1 - t)$$

Si  $Re$  es MAYOR a  $ki$  el efecto apalancamiento es POSITIVO.

Si  $Re$  es MENOR a  $ki$  el efecto apalancamiento es REDUCTOR.

- (6) La Central de Balances del Banco de España procesa anualmente datos de empresas no financieras que testan voluntariamente. La publicación de 1993, última disponible, contiene datos desde el año 1983, siendo los datos de 1992 provisionales y los de 1993 sólo un avance.

El nivel de cobertura —esto es, la relación entre el Valor Añadido Bruto al coste de los factores (VAB) de las empresas colaboradoras y el Valor Añadido del Sector (empresas financieras y familias) en la Contabilidad Nacional de España— ha variado entre el 20,1 ‰ en 1992, hasta un máximo de 25,9 ‰ para la base de 1987. La cobertura de la última base cerrada a la fecha, año 1991, es del 22,6 ‰. Los sectores económicos se encuentran muy desigualmente representados, siendo la participación de la muestra en el VAB del sector en 1990 como sigue:

Industrias extractivas	29,7 ‰	Construcción	12,5 ‰
Industria (exc. Energía)	38,3 ‰	Comercio	14,2 ‰
Transporte y comunicaciones	57,6 ‰	Otros	4,2 ‰

En relación a las características globales de la muestra de la Central de Balances, la misma presenta algunos sesgos. En 1993, casi el 78 ‰ del Valor Añadido Bruto total corresponde a grandes empresas, con más de 500 empleados, mientras que el 36,6 ‰ corresponde a empresas públicas, cifras que tienden a sobrevalorar el verdadero peso de estos colectivos en la economía.

Para analizar el período 1988-1994 hemos utilizado un avance de los datos trimestrales, lo que nos permite valorar la situación de la empresa española a finales de 1994.

- (7) Art. 870 del Código de Comercio (suspensiones de pagos); art. 874 del Código de Comercio (quiebras).
- (8) Las rescisiones y suspensiones de contratos, las reducciones de jornadas laborales, así como el nivel de desempleo alcanzado en 1993, demuestran lo comentado.